

600887.SH

买入

原评级：买入

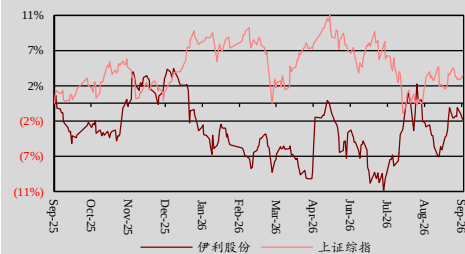
市场价格：人民币 26.45

板块评级：强于大市

本报告要点

- 伊利股份公告 2026 年半年报。资产减值及补税拖累公司利润表现。但公司主业表现稳健，核心经营利润率同比提升，整体经营稳健向上。

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(7.5)	0.9	5.3	(7.4)
相对上证综指	(5.8)	0.6	6.8	(11.2)

发行股数 (百万)	6,325.36
流通股 (百万)	6,293.93
总市值 (人民币 百万)	167,305.79
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	1,635.54
主要股东 (%)	
香港中央结算有限公司	9.63

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以 2026 年 9 月 9 日收市价为标准

相关研究报告

《伊利股份》20260507
《伊利股份》20220428
《伊利股份》20220310

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料：饮料乳品

证券分析师：邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519080002

证券分析师：李育文

yuwen.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300526030002

伊利股份

资产减值影响利润表现，整体经营稳健向上

伊利股份公告 2026 年半年报。1H26 公司实现营收 643.3 亿元，同比+4.1%，归母净利 57.6 亿元，同比-20.0%。2Q26 公司营收 295.9 亿元，同比+2.6%，归母净利 3.6 亿元，同比-84.4%。2 季度资产减值影响公司利润表现，但核心经营利润率同比提升，公司现金流质量好，持续强化股东回报，维持买入评级。

支撑评级的要点

- 上半年公司经营稳健，前期渠道去库效果显现，液奶企稳，婴配粉及冷饮业务维持行业领先地位，内生增长具备韧性。1H26 公司实现营收 643.3 亿元，同比+4.1%，其中 2Q26 营收 295.9 亿元，同比+2.6%。分具体产品来看，(1) 1H26 液体乳实现营收 365.9 亿元，同比+1.3%，营收占比 57.4%，同比-1.5pct。在去年同期高基数下，淡季影响，2 季度液奶业务营收 164.9 亿元，同比基本持平。得益于公司较早启动去库存战略，终端产品新鲜度持续改善，产品价格体系稳定，我们判断上半年低温、常温液奶均实现正增长。公司持续优化渠道结构、产品推陈出新，上半年新兴渠道实现放量，鲜活系列新品市场表现较好，贡献液奶整体营收增长。(2) 1H26 公司奶粉及奶制品业务实现营收 168.5 亿元，同比+1.6%，2Q26 营收 74.9 亿元，同比-3.5%。奶粉业务收入增速放缓，我们判断或与澳优供应链及库存调整影响有关。从市占率表现来看，伊利婴幼儿奶粉、成人奶粉零售额市场份额分别为 18.6%、26.8%，均位居行业第一，其中“金领冠”一段产品持续领跑行业。(3) 1H26 公司冷饮业务实现营收 90.7 亿元，同比+10.3%，其中 2Q26 营收 46.8 亿元，同比+13.4%。公司紧抓健康轻量化、场景跨界等需求趋势，在去年同期高基数上，延续双位数增长，表现亮眼。

- 2 季度资产减值拖累利润表现，但核心经营利润率同比提升，整体经营质量持续改善。(1) 1H26 公司归母净利 57.6 亿元，同比-20.0%，其中 2Q26 归母净利 3.6 亿元，同比-84.4%。1H26 公司资产减值损失 24.6 亿元，其中 2Q26 为 24.1 亿元，1H26 澳优商誉减值 15.5 亿元，存货跌价 9.1 亿元。1H26 公司所得税 17.9 亿元，同比+72.4%，其中 2Q26 为 8.6 亿元，去年同期为 2.3 亿元。受所得税及一次性资产减值影响，2Q26 公司归母净利率为 1.2%，同比-6.8pct。(2) 若不考虑以上影响，公司核心经营利润率同比小幅增长，整体盈利能力表现稳健。受益原奶成本下降及公司产品结构改善，上半年毛利率整体小幅提升 0.4pct 至 36.4%。费用率方面，1H26 公司四项费用率为 21.4%，同比降 0.6pct，其中销售费用率同比降 0.6pct 至 17.8%，其他费用率同比基本持平。销售费用率下降或与公司运营效率持续改善有关。(3) 从现金流表现来看，2Q26 公司销售收现同比+4.6%，经营活动产生现金流净额 60.2 亿元，同比 198.8%。现金流大幅改善。下半年，随着中秋、国庆销售旺季的提振，结合上半年表现，我们预计公司可顺利完成全年规划目标。

估值

- 公司承诺 2025 至 2027 年每年年度分红比例不低于 75%，2025 年公司实际分红比例为 75.5%，当前股息率 5.0%+，高分红、高股息特征显著。近日公司公告股份回购，拟用自有资金回购 10-20 亿元，回购股份占公司总股本的 0.4%-0.8%，回购价格不超过 39.53 元/股，回购股份用于注销，持续强化股东回报。我们认为，公司基本面已触底企稳，随着上游原奶供需格局的持续优化，叠加公司自身在产品创新、新渠道拓展、供应链提效等方面的持续突破，我们认为下半年开始公司有望逐步步入业绩收获期。考虑到一次性资产减值及补税扰动，我们调整此前盈利预测。预计 2026 至 2028 年公司 EPS 分别为 1.58、2.06、2.22 元/股，同比增速分别为-13.6%、+30.5%、+7.8%，当前市值对应 PE 分别为 16.8X、12.8X、11.9X，维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 需求复苏不及预期，原奶价格持续回落，行业竞争加剧，食品安全风险。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营收入(人民币 百万)	115,393	115,636	120,861	127,827	134,618
增长率(%)	(8.2)	0.2	4.5	5.8	5.3
EBITDA(人民币 百万)	10,425	15,751	14,982	18,208	19,466
归母净利润(人民币 百万)	8,453	11,565	9,987	13,033	14,046
增长率(%)	(18.9)	36.8	(13.6)	30.5	7.8
最新股本摊薄每股收益(人民币)	1.34	1.83	1.58	2.06	2.22
原先股本摊薄每股收益(人民币)			1.95	2.09	2.25
变动幅度 (%)			(19.0)	(1.4)	(1.3)
市盈率(倍)	19.8	14.5	16.8	12.8	11.9
市净率(倍)	3.1	3.1	2.9	2.8	2.6
EV/EBITDA(倍)	20.8	13.5	12.6	9.9	8.8
每股股息 (人民币)	1.2	1.4	1.2	1.6	1.7
股息率(%)	4.0	4.8	4.5	5.9	6.4

资料来源：公司公告，中银证券预测

图表 1. 2026 年半年报业绩概览

(人民币, 百万元)	2Q25	2Q26	同比 (%)	1H25	1H26	同比 (%)
营业收入	28,838	29,590	2.6	61,777	64,331	4.1
营业成本	18,978	19,485	2.7	39,509	40,894	3.5
毛利率(%)	34.2	34.2	(0.0)	36.0	36.4	0.4
毛利	9,860	10,105	2.5	22,268	23,437	5.3
税金及附加	224	239	6.9	412	465	12.9
销售费用	5,746	5,612	(2.3)	11,334	11,432	0.9
管理费用	1,090	1,194	9.5	2,335	2,471	5.8
研发费用	189	227	20.3	380	397	4.5
财务费用	(215)	(247)	14.4	(449)	(526)	17.1
资产减值损失	266	2,405	803.7	337	2,456	627.8
公允价值变动收益	(29.8)	(103.3)	246.3	(17)	(170)	878.2
投资收益	91	77	(15.7)	91	213	135.0
营业利润	2,847	1,086	(61.9)	8,586	7,512	(12.5)
营业利润率(%)	9.9	3.7	(6.2)	13.9	11.7	(2.2)
营业外收入	8	7	(8.6)	43	9	(80.0)
营业外支出	335	153	(54.4)	355	206	(41.8)
利润总额	2,521	941	(62.7)	8,274	7,314	(11.6)
所得税	230	856	271.6	1,039	1,791	72.4
所得税率(剔除非经常性影响)(%)	8	85	76.5	12	25	12.3
少数股东权益	(36)	(280)	674.7	35	(235)	(771.9)
归属于母公司净利润	2,326	364	(84.4)	7,200	5,759	(20.0)
归母净利率(%)	8.1	1.2	(6.8)	11.7	9.0	(2.7)
EPS (元/股)	0.37	0.06	(84.4)	1.14	0.91	(20.0)

资料来源：同花顺，中银证券

注：表内毛利率、营业利润率、所得税率、归母净利率指标的同比单位为 pct

利润表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	115,780	115,931	121,156	128,131	134,931
营业收入	115,393	115,636	120,861	127,827	134,618
营业成本	76,299	75,654	78,959	82,736	86,902
营业税金及附加	733	672	701	818	875
销售费用	21,982	21,545	22,601	23,904	25,039
管理费用	4,465	4,696	4,955	5,241	5,519
研发费用	870	915	955	1,010	1,063
财务费用	(592)	(691)	0	0	0
其他收益	1,016	1,208	1,000	1,100	1,000
资产减值损失	(4,676)	(730)	(2,100)	(500)	(400)
信用减值损失	(555)	(268)	(295)	(120)	(100)
资产处置收益	(15)	(7)	(7)	(7)	(7)
公允价值变动收益	(28)	38	0	0	0
投资收益	2,417	147	120	150	130
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	10,182	13,528	11,704	15,046	16,155
营业外收入	78	66	70	70	70
营业外支出	133	600	150	120	100
利润总额	10,127	12,994	11,624	14,996	16,125
所得税	1,663	1,480	1,511	1,799	1,903
净利润	8,464	11,514	10,113	13,196	14,223
少数股东损益	11	(51)	125	164	176
归母净利润	8,453	11,565	9,987	13,033	14,046
EBITDA	10,425	15,751	14,982	18,208	19,466
EPS(最新股本摊薄, 元)	1.34	1.83	1.58	2.06	2.22

资料来源：公司公告，中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	66,619	66,370	65,639	66,347	70,313
货币资金	25,404	19,495	20,546	21,731	22,885
应收账款	2,878	2,987	3,056	3,478	3,478
应收票据	251	7	263	164	285
存货	10,745	10,823	11,548	9,135	12,590
预付账款	1,176	1,197	1,171	1,311	1,296
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	26,165	31,860	29,055	30,529	29,779
非流动资产	87,099	85,729	82,462	78,593	74,927
长期投资	8,236	9,040	9,040	9,040	9,040
固定资产	34,619	34,386	30,317	26,248	22,178
无形资产	4,780	4,755	4,578	4,380	4,162
其他长期资产	39,464	37,547	38,527	38,925	39,546
资产合计	153,718	152,099	148,101	144,940	145,240
流动负债	89,925	91,053	84,951	78,457	75,124
短期借款	36,355	45,631	36,342	30,307	21,698
应付账款	12,313	11,479	10,892	12,550	12,555
其他流动负债	41,257	33,943	37,717	35,601	40,870
非流动负债	6,786	2,501	2,072	2,046	2,059
长期借款	4,687	472	0	0	0
其他长期负债	2,099	2,029	2,072	2,046	2,059
负债合计	96,710	93,554	87,022	80,503	77,182
股本	6,366	6,325	6,325	6,325	6,325
少数股东权益	3,828	3,889	4,014	4,178	4,354
归属母公司股东权益	53,180	54,656	57,064	60,260	63,704
负债和股东权益合计	153,718	152,099	148,101	144,940	145,240

资料来源：公司公告，中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	8,464	11,514	10,113	13,196	14,223
折旧摊销	4,612	4,595	4,686	4,709	4,746
营运资金变动	1,140	(4,041)	200	2,404	1,246
其他	7,524	2,277	2,037	(1,223)	417
经营活动现金流	21,740	14,344	17,036	19,086	20,631
资本支出	(3,978)	(3,037)	(1,100)	(1,000)	(1,000)
投资变动	235	(856)	(13)	(5)	(3)
其他	(28,966)	(3,904)	108	146	122
投资活动现金流	(32,709)	(7,796)	(1,005)	(859)	(881)
银行借款	(10,419)	5,062	(9,761)	(6,035)	(8,609)
股权融资	(927)	(14,363)	(7,579)	(9,837)	(10,602)
其他	4,068	(4,172)	2,361	(1,171)	615
筹资活动现金流	(7,278)	(13,473)	(14,979)	(17,043)	(18,595)
净现金流	(18,248)	(6,925)	1,052	1,184	1,154

资料来源：公司公告，中银证券预测

财务指标

年结日：12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率(%)	(8.2)	0.2	4.5	5.8	5.3
营业利润增长率(%)	(14.2)	32.9	(13.5)	28.6	7.4
归属于母公司净利润增长率(%)	(18.9)	36.8	(13.6)	30.5	7.8
息税前利润增长率(%)	(41.7)	91.9	(7.7)	31.1	9.0
息税折旧前利润增长率(%)	(27.6)	51.1	(4.9)	21.5	6.9
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	(18.9)	36.8	(13.6)	30.5	7.8
获利能力					
息税前利润率(%)	5.0	9.6	8.5	10.6	10.9
营业利润率(%)	8.8	11.7	9.7	11.7	12.0
毛利率(%)	33.9	34.6	34.7	35.3	35.4
归母净利润率(%)	7.3	10.0	8.2	10.2	10.4
ROE(%)	15.9	21.2	17.5	21.6	22.0
ROIC(%)	4.5	9.0	8.6	11.8	13.5
偿债能力					
资产负债率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5
净负债权益比	0.4	0.5	0.4	0.2	0.1
流动比率	0.7	0.7	0.8	0.8	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	38.7	39.4	40.0	39.1	38.7
应付账款周转率	8.8	9.7	10.8	10.9	10.7
费用率					
销售费用率(%)	19.0	18.6	18.7	18.7	18.6
管理费用率(%)	3.9	4.1	4.1	4.1	4.1
研发费用率(%)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
财务费用率(%)	(0.5)	(0.6)	0.0	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.3	1.8	1.6	2.1	2.2
每股经营现金流(最新摊薄)	3.4	2.3	2.7	3.0	3.3
每股净资产(最新摊薄)	8.4	8.6	9.0	9.5	10.1
每股股息	1.2	1.4	1.2	1.6	1.7
估值比率					
P/E(最新摊薄)	19.8	14.5	16.8	12.8	11.9
P/B(最新摊薄)	3.1	3.1	2.9	2.8	2.6
EV/EBITDA	20.8	13.5	12.6	9.9	8.8
价格/现金流(倍)	7.7	11.7	9.8	8.8	8.1

资料来源：公司公告，中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371